

# 浅析我国开放式基金“巨额赎回”现象的原因及对策

齐 月

(厦门大学经济学院金融系 福建 厦门 361005)

**摘 要:**近年来,随着我国开放式基金的迅速扩容,其数量和规模都不断增加,已经成为我国基金业发展的主力军。但是也应该看到,绝大多数的开放式基金的首发规模难以保持,巨额赎回现象严重。本文将首先简单介绍我国开放式基金巨额赎回的现状及对基金运作的影响,然后分析其形成原因,进而提出解决我国开放式基金巨额赎回问题的几点建议措施。

**关键词:**开放式基金;基金赎回;原因;对策

2000年10月,《开放式证券投资基金试点办法》正式颁布,为开放式基金的设立和运行提供了法律依据,至2001年9月21日,我国成立了第一只开放式基金——华安创新。华安创新基金的设立丰富了投资基金品种,为基金市场带来了竞争和活力,也迈出了我国投资基金业与国际接轨的重要一步。然而,在我国开放式基金设立的几年来,一方面开放式基金发展十分迅速,基金数量和基金规模得到了很大发展,另一方面我国的开放式基金又面临着十分严重的赎回压力,而且呈现出和西方发达国家相对成熟的基金市场所不同的赎回特点——巨额赎回。

开放式基金最重要的特征之一就是其灵活的赎回机制。开放式基金的赎回,是指投资者有权随时将其先前购买的开放式基金向基金公司赎回变现,当开放式基金单个开放日净赎回申请超过基金总份额的10%时,被称为巨额赎回。这种可随时赎回机制一方面提高了基金的成长性和流动性,有利于基金公司在市场有利时追加资金,扩大基金的资金规模,而且基金的投资者可以随时根据其投资需求变现投资;另一方面,也使开放式基金面临巨大的赎回风险,对基金管理者带来竞争压力的约束。因为如果基金管理者对投资者的基金管理不善将面临基金份额被投资者赎回的风险,造成基金难以正常运行,从而有效的约束了可能发生的基金管理人道德风险问题。所以,赎回机制使得开放式基金相比封闭式基金更有优越性,成为目前基金业的主流。

## 一、开放式基金发生巨额赎回对基金运作的影响

一般来说,正常的赎回不会产生过大风险,但是当发生挤兑或者巨额赎回时,就会导致开放式基金的规模减小,甚至会给基金造成清盘的威胁。开放式基金的巨额赎回不仅对基金的投资策略产生影响,造成基金的投资收益减少,投资者蒙受损失,同时对开放式基金的正常运作和证券市场的稳定发展也带来了巨大的冲击。

首先,非正常的大额赎回是导致开放式基金流动性风险的直接原因。开放式基金的流动性风险是指基金管理公司为了应付投资者赎回而急于变现所持资产,从而导致因价格的不确定性而使基金资产遭受损失。基金流动性风险会进一步

导致基金经营不稳定,可能引发更加严重的基金持有人连续赎回现象发生,严重影响开放式基金的资产状况,会迫使基金管理人改变原有的稳定、可预期的投资策略,赎回压力将加剧基金的短期操作,使得长期投资理念变得脆弱,这将导致基金收益率降低,影响基金持有人收益情况。同时,大量的股票套现还会导致股价下跌,股价下跌又会进一步加剧巨额赎回,导致更大的支付缺口,由此进入“恶性循环”,导致规模基金规模减小,甚至达不到法定存在规模,面临清盘的风险。

其次,基金的大额赎回会对基金持有人造成收益损失。当遭遇大额赎回时,基金管理人为了获得现金来应付赎回不得不持有比正常状态下更多的现金资产,导致基金管理人原有的投资策略无法实现,同时基金管理人为了获得现金来应付赎回,不能按照预期比重继续持有基金的投资品,如股票、债券等,不得不按照遭遇赎回时的市价来套现,严重影响了投资组合的真实价值实现,这种基金的被迫提前套现造成了未来收益率低于预期收益,没有赎回的基金持有人被迫承担了这部分损失。

再次,开放式基金的大额赎回对整个证券市场也造成巨大系统风险。引入开放式基金的目的是希望利用其理性投资来减少股票市场的非理性投资行为造成的股价剧烈波动。而大额赎回使得开放式基金现金流紧缺,被迫在二级市场进行股票套现,而且由于“羊群效应”,一些基金的巨额赎回会导致投资者对基金市场丧失信心,其他基金也相继出现巨额赎回现象。由于基金持有的股票资产数额巨大,其纷纷出售所持资产套现会导致股市价格波动更加剧烈,造成股市系统风险。

## 二、我国开放式基金遭遇“巨额赎回”的原因分析

**1.我国证券市场目前依然不够完善。**开放式基金的发展是以金融市场的充分发展为基础的,只有当证券市场的容量大、交易规模大、专门化程度高时,才意味着市场具有较强的深度与广度,开放式基金才能顺利运行。目前我国货币市场和债券市场还相对“贫瘠”,货币融资工具很少,债券市场也主要以国债市场为主,证券市场的深度与广度不足,不足

以支持开放式基金的完善发展。

**2.个人投资者的投资理念不够成熟，尚需提高。**国内投资者的投资理念往往比较保守，大多属于风险厌恶型，追求稳定收益。同时由于风险承受能力低，使得当所持有的基金出现暂时亏损时，往往倾向于赎回避险，而不能保持价值投资的心态长期持有以求增值。而且，我国个人投资者的投资行为投机性质过重，选择投资品种时常常并没有进行详尽的分析对比，只是期望于短期获利后撤出，所以当所持基金出现盈利时，也倾向于撤资保值，这也很大程度上降低了基金的稳定性，加剧市场波动，不利于基金的稳定经营。

**3.缺乏做空机制和对冲避险工具。**我国证券市场还处于发展初期，投资品种严重不足，一些常用的避险工具如股指期货尚未引入，缺少做空机制，没有做空机制导致基金的获利只能依靠单边上涨获利，一旦股票市场下跌，基金经理人很难回避市场风险，而如果投资者对后市不乐观，只能采取从基金中撤资以减少损失。而有效的卖空机制不仅可以提高我国资本市场的效率，还可以对基金进行有效的风险对冲。由此可见，投资渠道的单一性和避险工具的缺乏性不可避免的限制了基金管理人和专家理财的优势发挥，制约了开放式基金的大规模发展。

**4.基金管理公司的管理水平不高。**有专家对一年内基金的持仓比例和持仓结构分析时发现，基金管理公司在证券市场管理资金的水平并没有预期的高，绝大多数的基金实际收益与一般投资者个人投资实现的收益所差无几，并没有体现出专家理财、集合投资的优势。这也使得基金对投资者的吸引力大大减小，当投资者所持基金出现亏损迹象时，往往倾向与赎回避险。此外，近年来“基金黑幕”的频繁发生，使投资者对基金管理人的道德水平提出质疑，这也是造成基金份额大额赎回的不可忽略的原因之一。

### 三、解决我国开放式基金巨额赎回问题的对策探索

**1.从基金管理公司角度看，基金管理公司应该预留出足够的现金以满足投资者的赎回申请。**可以根据开放式基金的流动性风险历史数据，建立自己的百分比控制标准，并在市场变动的情况下随之调整，既不会因为资金预留过多造成资金闲置，也不会因为预留现金过少无法满足赎回要求。当基金面临不可避免的巨额赎回必须以出售基金所持的资产组合套现时，则应尽量使资产的价格波动控制在最小范围，例如，可以采用卖出指数化股票组合的方法，还可以通过分析股票的流动性风险指标和流动性比例指标，卖出风险指标小而流动性比例高的股票。此外，基金管理公司可以根据自身风险控制能力设立一个每日办理基金赎回的最高比例限额（例如10%），规定基金管理人当日办理的赎回份额不得高于此比例，对高于此比例的赎回申请可以在一定期限范围内延期办理。这种规则的设定可以有效避免基金管理公司为了满足其承受能力外的赎回申请而低价贱卖所持资产，对基金持有人的利益造成损害。

**2.基金经理应对基金持有人进行清单管理，即基金管理人根据持有人资金来源、持有动机、对证券市场的敏感程度、对利率的敏感程度等因素加以分类，对可能发生的赎回量进**

**行一定精确范围内的预测。**通过分析基金持有人的等级信息，如果发生巨额赎回的期限和原因是可预测的，则应首先考虑安排相应期限结构的流动资产，在该预期赎回日到来之前加大预留现金的量，使其满足可以接受该赎回日的全部赎回申请；如果发生的巨额赎回的期限或原因是没有预测到的，可以暂时只接受部分赎回要求，对未能满足的赎回申请进行延期办理。

**3.提高赎回成本，抑制赎回行为。**基金管理公司可以应对投资者的赎回行为设立一些赎回规则，加大其赎回基金份额的成本，从而一直其赎回需求。首先，可以设定赎回基金的费率随着赎回份额的增加而提高，使得投资者巨额赎回的成本增加；其次，可以规定投资者对其持有的但只基金每次赎回不得超过其持有总份额的一定比例；再次，根据基金公司可以采用T+N的清算机制，基金公司根据其现金周转情况及基金运作稳健原则，设立一个合理的N值，这就使得基金的赎回申请到清算交割之间有一段时间的资金冻结，可以为基金管理人提供一个缓冲机会，有效减少了基金的流动性风险。但是，要特别注意到，随时赎回是开放式基金优越于封闭式基金的主要优势所在，上述方法旨在降低封闭式基金巨额赎回风险同时也削弱了开放式基金的赎回机制带来的自由灵活性，因此，在提高赎回成本时要注意权衡一个最优的范围，防止过分提高成本造成抑制基金的发展。

**4.提高基金管理水平，树立基金投资人对基金的信心。**目前相当一部分的基金投资者赎回基金是出于对后市信心不足，希望通过赎回基金规避风险。对于基金公司和基金管理人则需要树立投资者的投资信心，通过优异的管理、高效的运作，用实际的基金业绩来吸引投资者，以取得投资者对基金长期营利性持有信心，从而避免了当基金暂时出现亏损时急于赎回避险，却导致基金规模、投资组合不稳定，加剧基金的业绩下滑。此外，开放式基金的随时赎回机制不仅对基金经理的专业技能提出了更高的要求，另一方面也要求基金持有人具有成熟的投资理念。目前我国投资者队伍还很不成熟，投资的经验水平尚待提高，价值投资及中长期投资理念还未能深入人心，投资者对开放式基金的风险认识不足。应该加强对投资者投资理念的培育，帮助其树立开放式基金的长期投资理念，使其投资行为更加理性，这也有助于保持基金市场的稳定性。

### 参考文献：

- [1]高璐,王映乔.论我国开放式基金的流动性风险管理[J].商场现代,2005,(11).
- [2]戴屹.浅谈我国开放式基金规避“赎回困惑”的对策和建议[J].会计之友,2008,(3).
- [3]程巍,李强.开放式基金赎回风险的管理与防范[J].理论界,2005,(3).
- [4]李曜,于进杰.开放式基金赎回机制的外部效应[J].财经研究,2004,(12).
- [5]罗剑,汪淼.从行为金融角度浅析基金赎回异常现象及对策[J].经济师,2005,(2).